

抚顺特钢 (600399.SH)

2021年前三季度归母净利润 6.85 亿元，同比增长 69.39%

事件：抚顺特钢发布 2021 年三季报，2021 年前三季度实现实现营收 55.69 亿元，同比+18.11%；归母净利润 6.85 亿元，同比+69.39%；扣非归母净利润 6.30 亿元，同比+75.82%。单季度来看，2021Q3 实现营收 18.00 亿元，同比+11.97%，环比-8.40%；归母净利润 2.54 亿元，同比+14.82%，环比-1.55%；扣非归母净利润 2.22 亿元，同比+7.77%，环比-10.12%。

Q3 公司业绩超市场预期，核心看 2022 年公司产能释放带来的业绩增长。

1) 收入端：2021 年前三季度公司营收同比+18.11%，其中合金结构钢销量同比+9.51%，均价同比+7.70%；工具钢销量同比+13.27%，均价同比+3.51%；不锈钢销量同比+4.84%，均价同比+10.06%；高温合金销量同比-4.68%，均价同比+12.29%，公司高温合金均价同比增长，表明高温合金在上游议价定价的采购模式中以高壁垒特点，呈现供不应求的状况。展望未来中期 2027 年实现建军百年奋斗目标背景下，航空发动机、燃气轮机列装、维护以及商用航发等将持续拉动高温合金市场需求，需求端无须担心。

2) 盈利能力端：2021 年前三季度实现净利率 12.30%，同比提高 3.72pct，盈利能力持续提升。一方面，公司特钢产品从“多品种、小批量”进入“大规模批产”阶段，其规模效应显现，2021 年前三季度公司毛利率 21.64%，同比提高 2.03pct；另一方面，沙钢管理下公司降本增效成果明显，期间费用率实现下降，2021 年前三季度公司销售、管理、财务分别同比下降 0.30、0.78、0.05pct，整体期间费用率同比下降 1.74pct。

3) 核心关注扩产节奏：受国家限制钢业产能政策、限电政策、能源和原材料成本上升等因素影响，公司预测 2021Q4 业绩可能同比下降，但这只是阶段性因素造成的。长期来看，公司作为国内军用高温合金、高强钢的核心卡位企业，所处航空发动机、导弹、军机等航空航天长期成长的赛道，重要的是高温合金的高壁垒铸就了很好的产业竞争格局，未来将长期受益于军、民用航空发动机等赛道的发展。中期来看，尤其是 2022 年是抚钢扩产产能释放的第一年，根据半年报所述明年上半年陆续有快锻机、真空感应炉等设备投产，随着产能瓶颈打破公司有望在未来 5 年都保持 30%~50% 业绩增长。

抚顺特钢作为我国武器装备建设的基石企业，其核心卡位优势将使得其成为军工高景气的长期核心受益者。

1) 长期成长赛道：抚顺特钢所处军工最长赛道。

高温合金：全面备战能力建设带来高确定性的军工高景气红利，高温合金是军工中最长的赛道：军用航空发动机列装+维修+商用航发三驾马车拉动需求，我们预计未来 10 年国内航发用高温合金需求达 3200 亿元，此外还有燃气轮机、核电等民用市场需求不断扩容。

高强钢：抚顺特钢在国内率先研发生产 A100 钢、300M 钢，产品广泛应用于飞机起落架、航空发动机轴、导弹、舰艇壳体等关键部件，因此抚钢也是“军机、导弹”等产品的核心供应商，军机导弹放量列装也会带动高强钢需求持续增长。

2) 高壁垒带来德国的产业格局。高温合金材料对研发实力、经验积淀要求很高；下游航发等产品也要求非常高的质量稳定性，一旦进入用户供应链体系，一般不轻易更换。抚顺特钢拥有国内同行难以超越的科研能力和工艺技术，是军工配套材料重要的研发和生产基地，在军品领域具备显著的规模优势。高壁垒铸就寡头特征的产业格局，很难有新进入者致使抚钢拥有长期较高确定性的成长。

买入（维持）

股票信息

行业	钢铁
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	21.30
总市值(百万元)	42,005.73
总股本(百万股)	1,972.10
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	33.40

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

- 《抚顺特钢 (600399.SH)：2021H1 实现归母净利润 4.3 亿元，超市场预期》2021-08-19
- 《抚顺特钢 (600399.SH)：2021H1 归母净利润预增 126.38%~145.47%，超市场预期》2021-07-07
- 《抚顺特钢 (600399.SH)：2021Q1 归母净利润 1.73 亿元，同比增长 115.53%》2021-04-30

3) 核心卡位: 抚顺特钢在国内航空航天变形高温合金市占率 **80%以上**, 高强度钢市占率 **95%以上**。拥有极高的市占率既证明了公司的能力, 其订单节奏也决定了整个产业链的交付情况, 换句话说, 这类企业订单、业绩释放不出来, 军工产业链景气度或被证伪。

投资建议: 抚顺特钢是我国军工装备放量建设的基石企业, 三高一特产品在航发、军机、导弹等高壁垒领域拥有很高的市占率且有望长期保持, 意味着拥抱抚顺则是拥抱军工行业的高景气度。预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.47、12.06、17.38 亿元, 对应估值 50X、35X、24X, 维持“买入”评级。

风险提示: 军品放量、公司扩产进程等不及市场预期、原材料价格波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,741	6,272	6,862	7,716	8,678
增长率 yoy (%)	-1.8	9.3	9.4	12.4	12.5
归母净利润 (百万元)	302	552	847	1,206	1,738
增长率 yoy (%)	-88.4	82.6	53.6	42.3	44.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.15	0.28	0.43	0.61	0.88
净资产收益率 (%)	6.7	11.0	14.4	17.0	19.7
P/E (倍)	139.1	76.2	49.6	34.8	24.2
P/B (倍)	9.4	8.4	7.1	5.9	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4272	4993	6475	6461	7842
现金	151	861	1228	1680	1873
应收票据及应收账款	1218	450	1375	677	1631
其他应收款	8	14	10	17	14
预付账款	84	200	111	239	154
存货	1602	1586	1869	1965	2289
其他流动资产	1208	1881	1881	1881	1881
非流动资产	4281	4230	4470	4827	5201
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3354	3390	3586	3922	4297
无形资产	799	783	735	687	639
其他非流动资产	128	58	148	219	265
资产总计	8553	9224	10945	11288	13043
流动负债	1267	1378	2662	2173	2572
短期借款	0	0	465	0	0
应付票据及应付账款	929	913	1083	1133	1325
其他流动负债	339	464	1114	1040	1246
非流动负债	2810	2815	2405	2032	1651
长期借款	2409	2409	2000	1626	1245
其他非流动负债	400	406	406	406	406
负债合计	4077	4193	5068	4205	4222
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1972	1972	1972	1972	1972
资本公积	2178	2178	2178	2178	2178
留存收益	319	870	1717	2923	4661
归属母公司股东权益	4476	5030	5877	7083	8821
负债和股东权益	8553	9224	10945	11288	13043

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1050	620	234	1777	1026
净利润	302	552	847	1206	1738
折旧摊销	167	194	184	203	224
财务费用	65	81	1	-16	-62
投资损失	-20	-32	-10	-21	-34
营运资金变动	523	-269	-782	410	-828
其他经营现金流	13	94	-4	-5	-12
投资活动现金流	-1239	74	-408	-534	-552
资本支出	51	85	240	358	374
长期投资	-1192	112	0	0	0
其他投资现金流	-2380	272	-169	-177	-178
筹资活动现金流	-92	-89	76	-325	-282
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-410	-373	-382
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-92	-89	486	48	100
现金净增加额	-281	605	-98	917	193

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5741	6272	6862	7716	8678
营业成本	4790	4893	5304	5886	6530
营业税金及附加	66	76	82	58	35
营业费用	84	54	69	50	43
管理费用	163	171	172	154	130
研发费用	302	407	412	424	364
财务费用	65	81	1	-16	-62
资产减值损失	-63	-65	-48	-54	-69
其他收益	14	37	9	25	36
公允价值变动收益	16	9	4	5	12
投资净收益	20	32	10	21	34
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	297	588	895	1264	1790
营业外收入	14	17	8	18	26
营业外支出	8	54	21	26	6
利润总额	304	551	882	1256	1810
所得税	2	-1	35	50	72
净利润	302	552	847	1206	1738
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	552	847	1206	1738
EBITDA	626	878	1121	1489	2029
EPS (元)	0.15	0.28	0.43	0.61	0.88

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	9.3	9.4	12.4	12.5
营业利润(%)	214.1	97.7	52.3	41.1	41.6
归属于母公司净利润(%)	-88.4	82.6	53.6	42.3	44.1
获利能力					
毛利率(%)	16.6	22.0	22.7	23.7	24.8
净利率(%)	5.3	8.8	12.3	15.6	20.0
ROE(%)	6.7	11.0	14.4	17.0	19.7
ROIC(%)	6.3	8.8	9.8	12.9	15.8
偿债能力					
资产负债率(%)	47.7	45.5	46.3	37.3	32.4
净负债比率(%)	58.0	37.1	34.8	11.1	2.8
流动比率	3.4	3.6	2.4	3.0	3.0
速动比率	2.0	1.8	1.4	1.6	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	7.5	7.5	7.5	7.5
应付账款周转率	6.4	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.28	0.43	0.61	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.31	0.12	0.90	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.55	2.98	3.59	4.47
估值比率					
P/E	139.1	76.2	49.6	34.8	24.2
P/B	9.4	8.4	7.1	5.9	4.8
EV/EBITDA	69.4	48.7	38.3	28.0	20.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com